

2025. 12. 17



中国経済の減速傾向がさらに鮮明に ～来年にかけても好材料は乏しい～

フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 15 日までにそろった 11 月の中国の主要経済統計からは、中国経済の最大の課題である内需不足に拍車がかかりつつある様子が示された
- 1-9 月累計の GDP 成長率は前年比+5.2%と、政府目標の「5%前後」を上回る水準を確保しているものの、下半期に入ってから月次経済統計の悪化傾向は顕著。不動産市場の悪化が重しとなっている
- 米中対立の影響を受けるなかでも輸出は底堅いが、景気のけん引役としての役割までは期待できない。政府の経済対策も反動減が懸念される状況にあり、来年も景気は冴えない推移が予想される

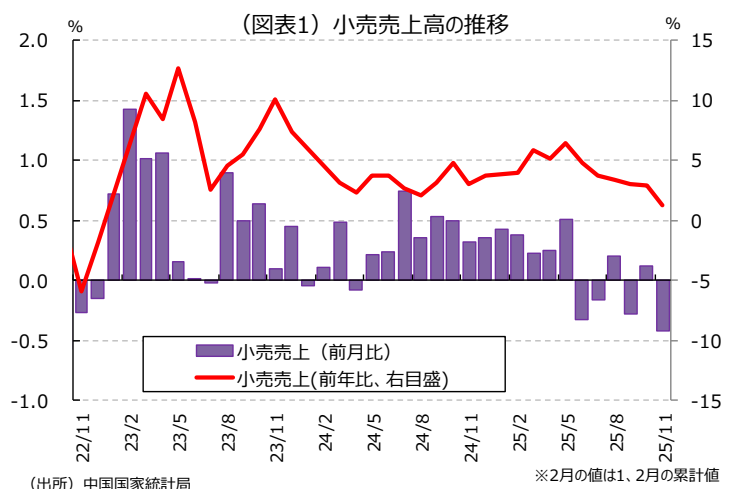
1. 減速続く中国経済

中国経済の減速傾向がより顕著なものとなっている。1-9 月累計の GDP 成長率は前年比+5.2%と、政府目標の「5%前後」を上回る水準を確保したものの、下半期に入ってから月次統計からは、主要経済指標の多くが伸び悩み、成長の勢いが明確に弱まっている様子が確認できる。特に個人消費と固定投資という内需の両輪の弱さが下押し圧力となっている。15 日までにそろった 11 月の中国の主要経済統計からは、そうした傾向に拍車がかかっている様子が示された。

不動産という巨大な成長エンジンを失ったことが構造的な落ち込みの主因である。給付金の配布なしに世界一厳しいロックダウンを敷いた後遺症もあり、コロナ禍が終了しても家計マインドが元に戻らない。外需は相対的に堅調だが、トランプ関税は今後も重しになり続ける。来年にかけても中国経済は厳しい展開が続くと予想される。

2. 小売売上高の鈍化が鮮明に

11 月小売売上高は前年比+1.3%と、10 月（同+2.9%）から伸び幅を一段と縮小させた。これで 6 ヶ月連続の伸び幅縮小となる（図表 1）。前月比では▲0.4%で、マイナス幅はコロナ禍にあった 2022 年 10 月以来の大きさ。直近 6 ヶ月で 4 回目の前月比マイナスとなっている。



2024 年後半は一時前月比でプラスに転じるかに見えた新築住宅価格が、2025 年に入ってから再び低下に向かっているほか（図表 2）、夏場まで上昇傾向にあった株価も 9 月以降は横ばい圏内の推移となっており、資産効果が個人消費を押し上げる力は弱い。

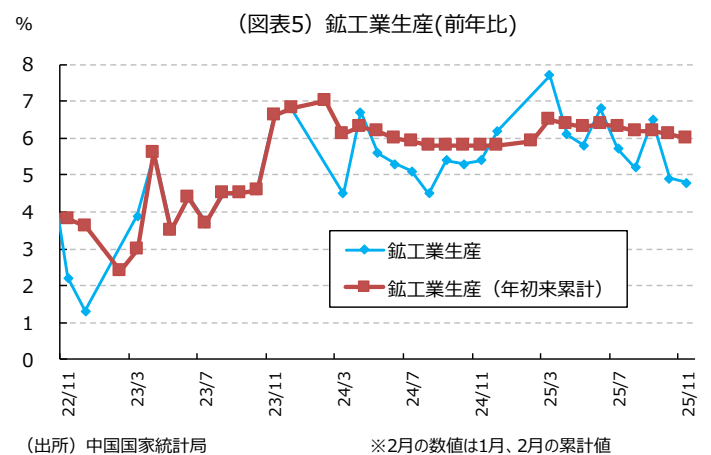
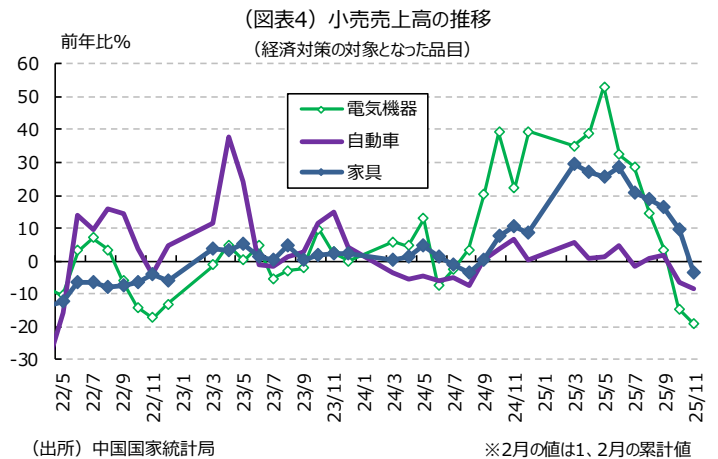
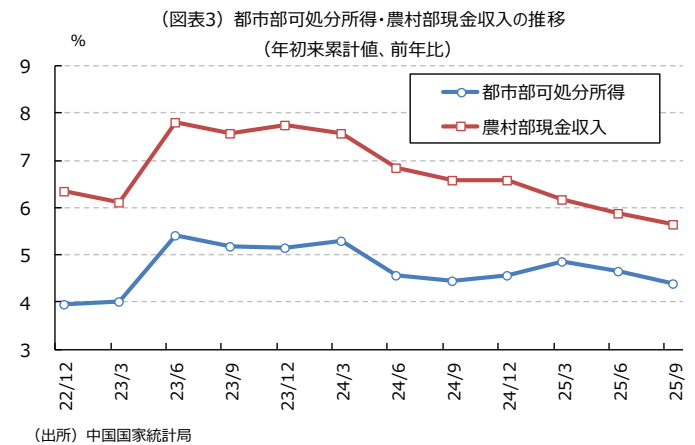
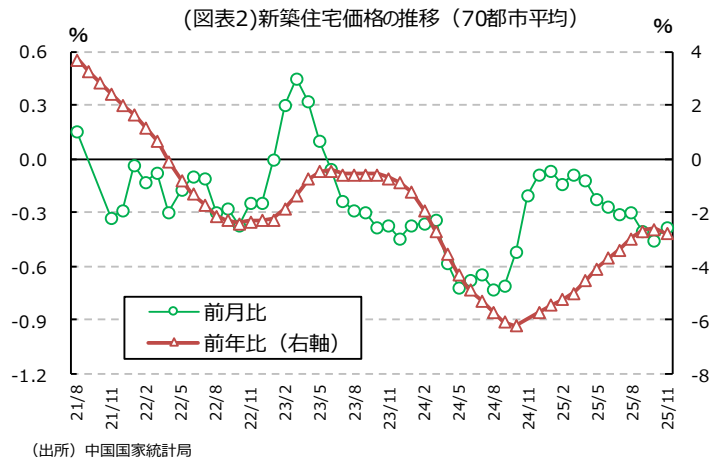
消費の弱まりと負のスパイラルを形成する形で、所得環境もじりじりと悪化している（図表 3）。これまでは、政府の消費財買い替え策等の政策が一定の下支えになってきたが、足元ではむしろ反動減が懸念される状況にある。家電や家具、自動車など、買い替え支援策の恩恵を受けていた品目が、ここへきて急減速している。5 月には前年比で 5 割以上の伸びに達していた電気機器の 11 月の伸びは同▲19.4%、一時 3 割近い伸びに達していた家具も 11 月はマイナス圏に転落した（図表 4）。

10 月に開催された四中全会では、内需拡大が重点項目に挙げられており、今後も何らかの消費喚起策が講じられる可能性があるが、すでに需要の先食いが進んでいることを踏まえれば、効果は限定的なものにとどまる可能性が高い。個人消費の現状は、一時しのぎの政策ではなく、構造的な強化策が必要であることを示唆しているが、簡単ではなく時間がかかるのも明白である。個人消費が景気のけん引役になる時代が近い将来に訪れるとは考えにくい。

3. 企業活動もじわじわと鈍化

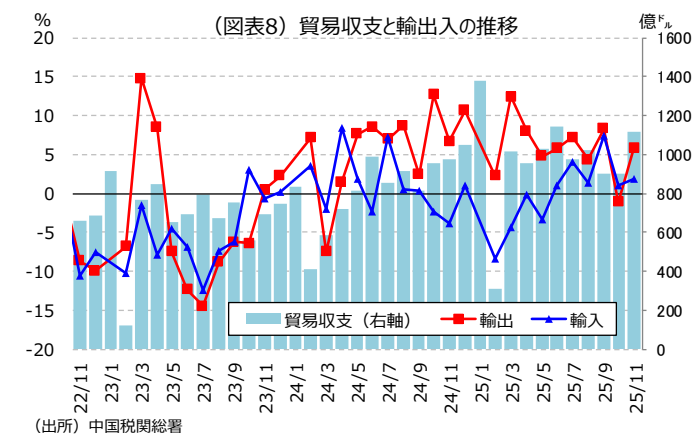
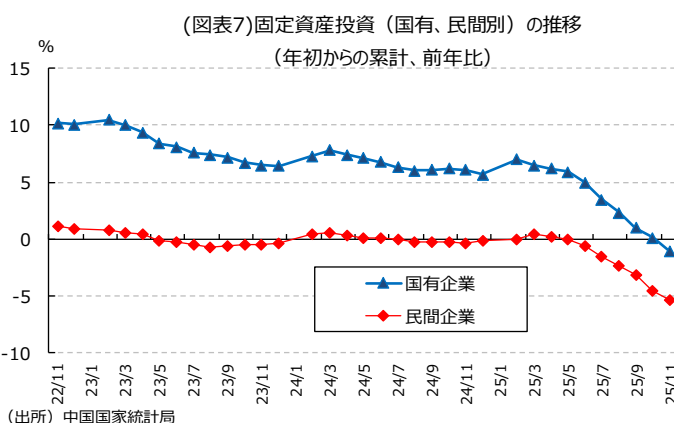
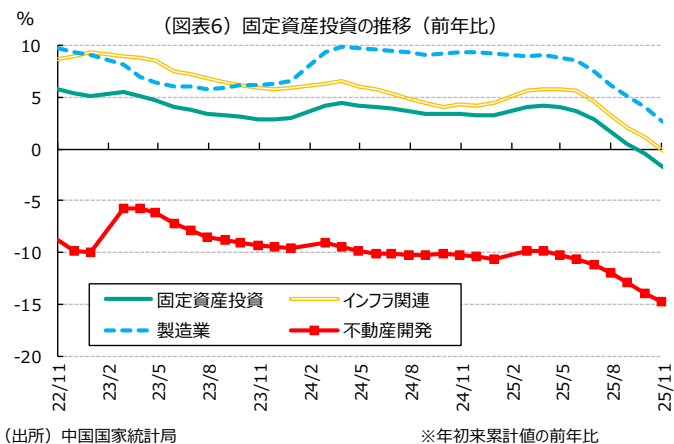
11 月の鉱工業生産は前年比+4.8%と、10 月の同+4.9%から減速、今年に入り最も低い伸びとなった（図表 5）。セメント（前年比▲8.2%）、銑鉄（同▲8.7%）、粗鋼（同▲10.9%）等、伝統的な素材セクターが大幅マイナスとなっているほか、携帯電話（同▲11.6%）もマイナス圏での推移が続いている。自動車（同+2.4%）のプラス幅も今年に入って最も小さくなった。今のところ、生産の大幅な悪化は回避されてはいるものの、鉱工業全体としての活動のモメンタムが着実に弱まっている様子が示されている。

固定資産投資（年初来累計）は前年同期比▲2.6%と、10 月の同▲1.7%からマイナス幅を拡大させた（図表 6）。今年は 3 月の同+4.2%をピークに



鈍化傾向が続き、9月以降はマイナス圏の推移となっている。不動産開発投資の急減速が響いており、11月は前年比▲15.9%となった。インフラ関連投資は、10月に2020年8月以来のマイナスを記録した後、11月も2ヵ月連続のマイナスとなっている。

国有、民間別では国有企業が同▲1.1%、民間企業が同▲5.3%で（図表7）、民間投資がより大きく落ち込んでいるが、国有企業も2020年5月以来のマイナスであり、官民ともに投資は鈍化傾向にある。低迷する不動産市場とトランプ関税、家計マインドの低迷、信用環境の引き締めといった要因が企業マインドの慎重化の背景にあり、個人消費同様、構造的な調整局面にある様子が示されている。特に、不動産はサプライチェーン全般に負の波及効果をもたらしている。直接的な影響を受ける建設資材等のほか、金融分野等への影響も大きい。



4. 輸出は予想以上に堅調だが

11月の輸出は前年比+5.9%となった（図表8）。10月は同▲1.1%と20ヵ月ぶりのマイナスだったが、1ヵ月でプラス圏に回復した。米中対立の影響があるなかでも、輸出は底堅い推移となっている。米国向けは同▲28.6%と3割近い大幅マイナスが続いているものの、対ASEANは同+8.2%、対EUは同+14.8%、対オーストラリアは同+35.8%と他地域向けは軒並み堅調である。一部は米国向けの迂回輸出を反映している可能性があるものの、元々中国は世界貿易におけるシェアを持続的に拡大させてきた経緯がある。近年ではハイテク製品や電気機器のウェートが増している。

一方で、内需の弱さを反映し輸入の伸びが同+1.9%にとどまっているため、貿易黒字が拡大しており、11月は前年比+14.7%、1-11月累計では1兆758億ドルと史上初めて1兆ドルを突破した。今年通年での貿易黒字も過去最高の更新が確実にになっている。

米国以外の地域向けの輸出が堅調であることは、外需面でのリスク分散が順調に進んでいる様子を示しているが、対米輸出は中国の輸出戦略にとって中長期的な重要課題である。ハイテク分野に関しては、米国による関税や輸入制限が、逆に中国国内での技術発展を促す可能性もあることから、中長期的にはマイナス要因ばかりとは限らないが、短期的には伸び悩むだろう。輸出全体では底堅いとはいえ、景気のけん引役が担えるほどの強さを期待するのは難しい。

5. デフレ懸念が煽り続ける

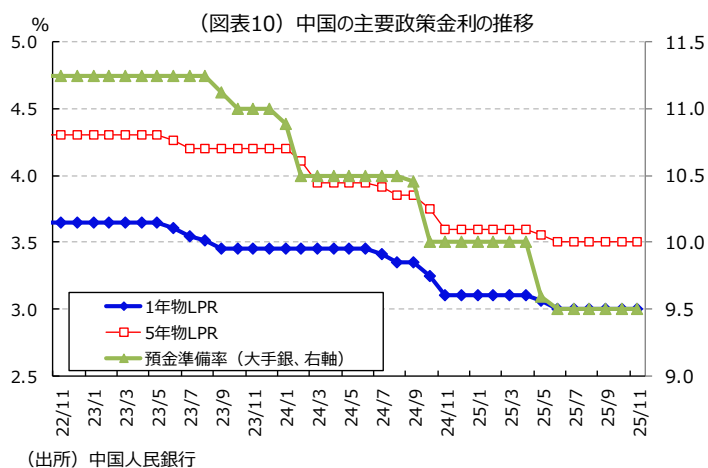
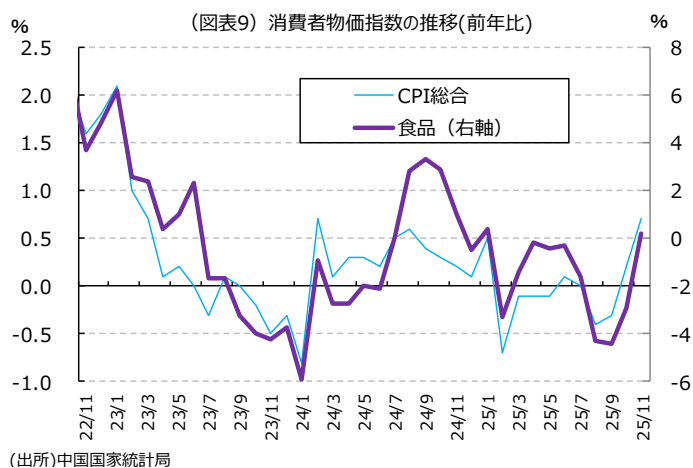
11月のCPI（総合）は、前年比+0.7%の上昇となった（図表9）。食品価格の持ち直し等を背景に、前月の同

+0.2%から伸び幅を拡大させた。国家統計局は、一部の地域における降雨や気温低下によって、生鮮野菜の生産や貯蔵に支障が出たと説明しており、需要の拡大を背景とした物価上昇とは言えない。食品は同+0.2%（9月：同▲2.9%）と10ヵ月ぶりのプラス圏となったが、消費者は財布のひもを緩めておらず、需要面からはデフレ圧力がかかり続けている。

中国人民銀行は5月、7日物リバースレポ金利の0.1%引き下げと、預金準備率の0.5%引き下げを決定し、1年物・5年物ローンプライムレートも0.1%ずつ引き下げた（図表10）。その後はすえ置きを続けているが、景気の減速傾向が鮮明となるなか、早晚主要政策金利や預金準備率の引き下げに動く可能性が残される。

6. 構造的な下押し圧力が残る

中国経済は長年の間、アンバランスな発展が指摘されてきた。積年の課題である投資主導経済から消費主導経済へのシフトはまだ果たせておらず、足元では頼みの投資もけん引力を失っている。背景にある不動産市場の不良債権の抜本処理に政府は及び腰であり、根本的な解決には時間がかかる可能性が高い。トランプ関税の下でも外需は気を吐いているが、米国向けが3割前後も減少するなか、けん引役としては力不足である。政策当局は目下、短期的な景気刺激策と中長期的な構造改革という二つの課題を同時にこなす必要に迫られているが、後者の進捗は遅れ、前者は反動減が懸念される状況にある。来年にかけても好材料は乏しく、景気は停滞気味の推移が続くと予想される。



本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

電話番号：080-2298-8302

e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411